

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 flysky_xuchun@hotmail.com

渠道整合持续推进，全年业绩提升明显

事件描述

美的电器今日公告了其 2010 年度业绩预告，其主要内容如下：

- 公司预计 2010 年度归属于上市公司股东的净利润区间为 28 亿元—38 亿元，较上年同期增长 50%-100%。预告业绩处于市场预期之中；
- 公司作为国内白电行业龙头，我们看好其在渠道整合下冰洗空业务的协同发展，目前公司洗衣机及冰箱业务仍处于整合上升期，未来市场占有率仍会得到进一步提升。我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.09、1.26 元，维持公司“推荐”评级。

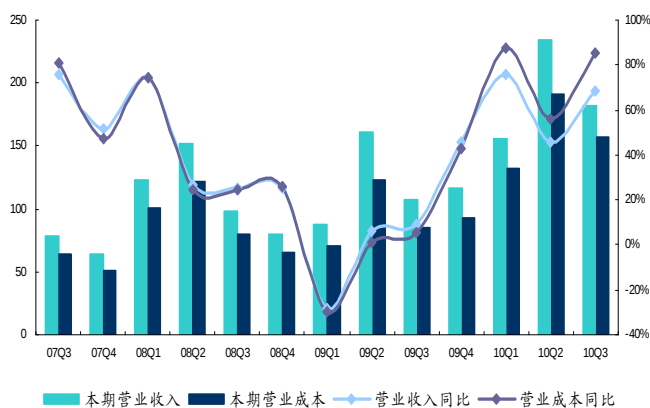
事件评论

第一、受益白电销售规模增长，全年业绩提升明显

美的电器今日公告了其 2010 年度业绩预告，公司预计 2010 年度归属于上市公司股东的净利润为 28 亿元—38 亿元，较上年同期增长 50%-100%。预告业绩基本符合我们之前的预期。

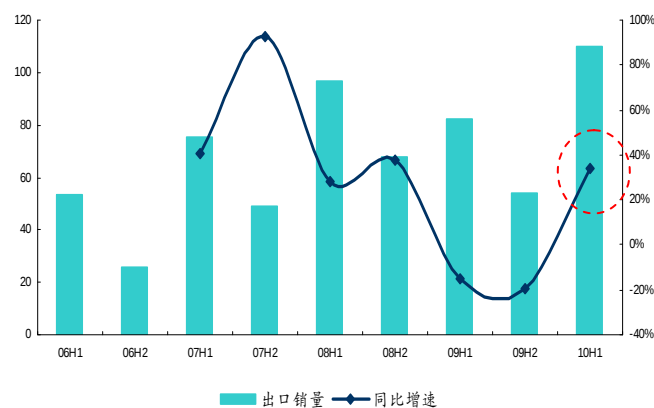
公司全年生产经营状况良好，在公司“上规模、保盈利、调结构”的战略指导下，10 年公司业绩大幅增长，白电业务整合已经进入收获期，中央空调业务也逐步成为公司业绩增长的另一引擎。我们认为使得公司 10 年业绩大幅增长的主要原因在于以下几个方面：首先、在“家电下乡”、“以旧换新”以及“空调节能惠民”等利好政策的持续刺激下，国内农村市场首次购置需求及城镇更新换代需求得到充分释放，公司白电类产品内销量大幅提升。

图 1：公司前三季度主营增速明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：上半年公司出口销量同比大幅提升

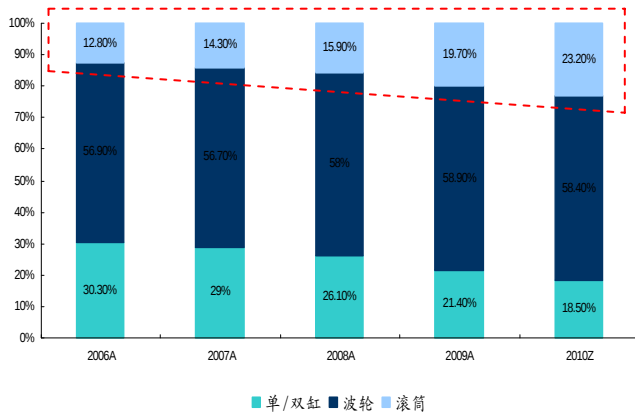


资料来源：Wind，长江证券研究部

其次、在全球家电产能二次转移的大背景下，随着海外经济的持续复苏，公司白电外销增速也极为明显，公司上半年外销收入同比增速为 34.03%。其在一定程度上也带动了公司全年业绩的提升。

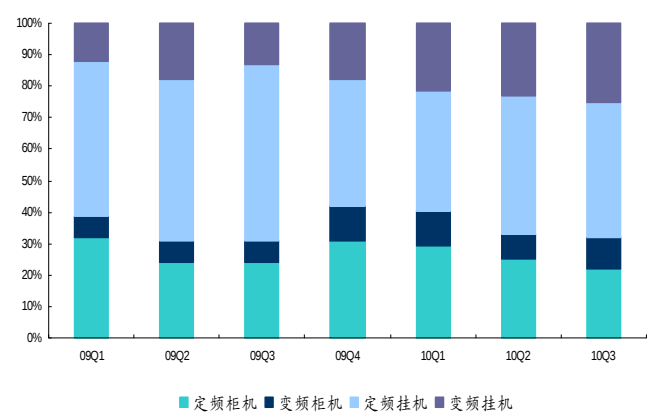
最后、在公司“调结构”战略的指导下，公司产品结构的持续调整也是使得公司业绩提升的主要原因。在 10 年国内家电行业消费升级趋势渐显的情况下，公司不断调整产品结构，逐步提升变频空调、三门及多开门冰箱以及滚筒洗衣机在白电品种中的占比，使得公司产品逐步适应市场需求。高端新品的持续推出不仅逐步消化了部分原材料上涨的压力，在一定程度上也提升了公司的产品均价及毛利率。

图 3：国内滚筒洗衣机在销量中占比持续攀升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

图 4：国内变频空调销量占比也有所提升



资料来源：奥维咨询，长江证券研究部

第二、全年毛利率同比下滑，盈利能力持续提升

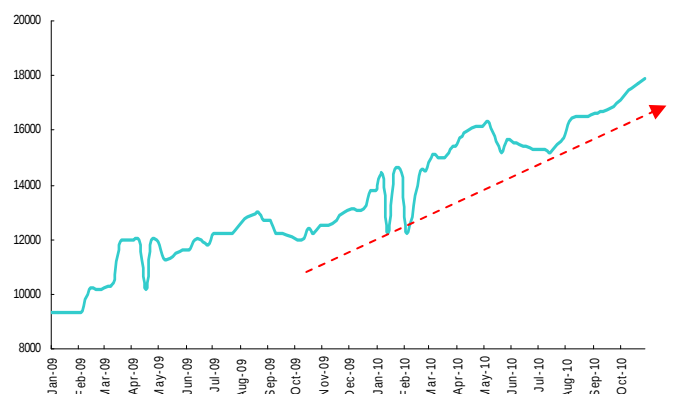
公司全年毛利率较去年同比会有明显下滑，我们认为主要基于以下三个原因：首先，空调“节能补贴”政策的实施是使得公司毛利率下滑的最大原因，“节能补贴”政策的实施使得公司将一部分主营利润转移到营业外收入中。其次，公司销售渠道逐步向区域销售公司变更也是导致公司毛利率下滑的主要原因。公司以较低的出厂价向区域销售公司铺货，毛利率下滑也在情理之中，与此同时，公司费用率也逐步转嫁到区域销售公司。除此之外，10 年国内大宗原材料价格的持续上涨也在一定程度上使得公司毛利率有所下滑。目前公司也已经采取一定的措施来规避原材料价格波动风险，包括开展铜、铝等期货套期保值业务。

图 5：上海铜金属价格指数上涨趋势明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：国内 ABS（注塑料）价格也持续上涨



资料来源：Wind，长江证券研究部

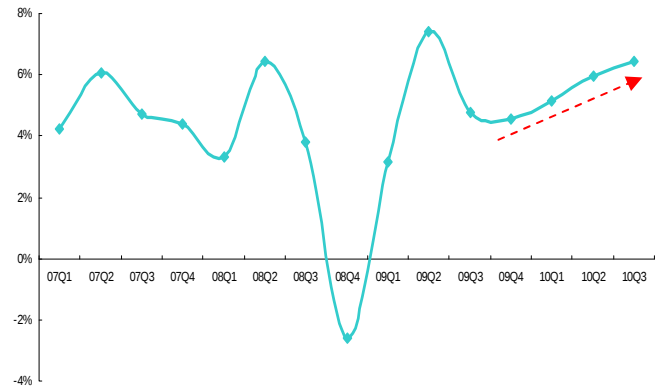
但从总体上来讲，公司 2010 年的盈利能力并没有出现明显下滑，相反仍有所提升。公司三季度净利率为 6.45%，而一、二季度则分别为 5.15%、5.98%，同时去年全年公司净利率也仅为 5.32%。

图 7：公司近期销售毛利率有所下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：销售净利率却持续提升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三、非公开增发项目加速“再造一个新美的”战略实施

目前，公司拥有家用空调产能 2600 万台、冰箱产能 1200 万台、洗衣机产能 1100 万台、空调压缩机产能 2100 万台。在全球家电产能转移的大背景下，随着公司内销及出口销量的逐步提升，公司产能也将逐步进入饱和状态。本次公司非公开增发项目不仅大幅提升公司家用空调、中央空调、冰箱以及压缩机的产能，丰富公司高附加值产品序列，同时也全面提升了公司技术研发、工艺改进以及关键零部件配套等方面的综合实力，公司的整体经营规模和核心竞争力也得到系统性提升。随着公司增发项目产能的逐步释放，公司在“十二五”期间“再造一个新美的”战略的实施也将得到进一步加速。

表 1：公司非公开增发项目一览

序号	项目名称	项目投资总额(亿元)	募集资金拟投入额（亿元）
1	中央空调（合肥）项目	150000	130000
2	压缩机（芜湖）项目	90000	80000
3	冰箱（荆州）项目	85000	80000
4	冰箱（南沙）项目	62000	42000
5	家用空调（南沙）项目	50000	33000
6	家用空调（芜湖）项目	71000	71000
合 计		508000	436000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

公司作为国内白电行业龙头，我们看好其在渠道整合下冰洗空业务的协同发展，目前公司洗衣机及冰箱业务仍处于整合上升期，未来市场占有率仍会得到进一步提升。同时，公司管理层也有着明确的经营战略及方针，我们长期看好公司的发展，预计公司未来两年 EPS 分别为 1.09、1.26 元，对应目前股价 PE 分别为 15.79、13.68 倍，维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	47278	73566	87758	99726	货币资金	3855	9167	13695	19502
营业成本	36975	61274	71684	81098	交易性金融资产	27	27	27	27
毛利	10303	12292	16075	18628	应收账款	5026	7830	9340	10614
% 营业收入	21.8%	16.7%	18.3%	18.7%	存货	5828	9722	11373	12866
营业税金及附加	61	94	112	128	预付账款	808	1224	1431	1619
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	140	181	211	239
销售费用	5731	6989	8074	9175	流动资产合计	21132	36243	45731	55839
% 营业收入	12.1%	9.5%	9.2%	9.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1660	2060	2457	2792	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	375	375	375	375
财务费用	222	-11	-41	-60	投资性房地产	327	327	327	327
% 营业收入	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	6181	6544	6794	6754
资产减值损失	169	348	187	157	无形资产	1221	1160	1102	1047
公允价值变动收益	27	0	0	0	商誉	1474	1474	1474	1474
投资收益	32	0	0	0	递延所得税资产	790	35	19	16
营业利润	2520	2813	5286	6436	其他非流动资产	158	158	158	158
% 营业收入	5.3%	3.8%	6.0%	6.5%	资产总计	31658	46315	55980	65989
营业外收支	233	2200	500	500	短期贷款	540	0	0	0
利润总额	2753	5013	5786	6936	应付款项	12202	19980	23373	26443
% 营业收入	5.8%	6.8%	6.6%	7.0%	预收账款	1007	1471	1755	1995
所得税费用	239	501	579	694	应付职工薪酬	559	918	1074	1215
净利润	2514	4511	5207	6242	应交税费	183	363	422	501
归属于母公司所有者					其他流动负债	4368	7023	8210	9294
的净利润	1891.9	3408.7	3934.3	4716.3	流动负债合计	18859	29755	34834	39447
少数股东损益	622	1103	1273	1526	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.91	1.09	1.26	1.51	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	55	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	15	15	15	15
经营活动现金流净额	2056	7741	6316	7591	负债合计	18930	29770	34849	39461
取得投资收益	47	0	0	0	归属于母公司	9451	12349	15693	19702
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-190	0	0	0	少数股东权益	3277	4379	5652	7178
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	12728	16728	21345	26880
固定资产投资	-964	-1206	-1208	-997	负债及股东权益	31658	46498	56194	66341
其他	41	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1113	-1206	-1208	-997		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.909	1.092	1.261	1.511
股权融资	3267	0	0	0	BVPS	4.54	5.94	7.54	9.47
银行贷款增加（减少）	-1821	-540	0	0	PE	18.97	15.79	13.68	11.41
筹资成本	703	-500	-549	-648	PEG	0.53	0.44	0.38	0.32
其他	-1405	0	0	0	PB	3.80	2.91	2.29	1.82
筹资活动现金流净额	744	-1040	-549	-648	EV/EBITDA	14.73	12.05	6.41	4.60
现金净流量	1688	5495	4559	5946	ROE	20.0%	27.6%	25.1%	23.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。